

Nisan '11

1 MB kârı değil, finansal istikrarı düşünüyor**1 Geri çekilemeyen küresel likidite riskleri artırıyor****2 Bütçe görüldüğü kadar parlak değil****3 Cari açık rekor üstüne rekor kırıyor****4 Krediler nereye koşuyor?**

SAYI: 04/11

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 26.04.2011
- Sahibi ve Yazı İşleri Müdürü: Turkish Bank A.Ş. adına Tuğrul Belli
- Yazışma Adresi: Ekonomik Rapor, Turkish Bank A.Ş., Vali Konağı Cad., no:1, Nişantaşı, İstanbul 34371
- tel: 212- 373 6373
- e-mail: rapor@turkishbank.com
- Raporun eski sayıları Turkish Bank web sitesinden indirilebilir. Rapora ücretsiz olarak abone olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

Baskı: Doğan Can Ofset tel: (212) 5675383

EKONOMİK RAPOR

Kilometre Taşları

Ege Cansen

BANKALARIN ZARARI, MERKEZ BANKASI'NIN KÂRI

Kendi Merkez bankalarının esas görevi, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Cari açık büyüyor, sanayimizin ve tarımımızın rekabet gücü gitgide düşüyor, aman şu döviz fiyatlarını biraz yukarıya itin diyenlere, bizim merkez bankası hep "Bana ne? Gidin onu çaresini başka yerde arayın" diye cevap vermiştir. Çünkü merkez bankası biliyor ki; döviz fiyatları yükselirse, enflasyon da artacaktır. Bu da merkez bankasının göreviyle çelişiktir. Bu gerekçeyle merkez bankası, döviz fiyatlarının düşük kalması için elinden geleni yapıyor(du). Vaktaki; sürdürülemez şekilde büyüyen cari açığın bir gün ani bir düzeltme (yani devalüasyon) yaratma ihtimali, ufukta belirdi, o zaman merkez bankası yetkilileri, "finansal istikrar" diye yeni bir kavram ortaya attılar. Finansal istikrardan kasıt da cari açığın bugünkü oransal düzeyinin yarıya indirilmesidir. Yani % 7'den %3,5'a.

Merkez Bankası, cari açığın kontrolsüz şekilde büyümesinin sebeplerinden biri olarak "iç talebin" çok yüksek olmasını görüyor. Bunu da bankaların piyasaya açtığı kredilerin tetiklediğini söylüyor. O yüzden "bankaların kredi açma kapasitelerini" sınırlamak ve kredi fiyatını yükseltmek için, bankaların karşılık oranlarını arttırdı ve ödediği faizi düşürdü.

Bankacılarımız: alınan önlemler Türk banka sektöründe yılda 4 milyar liralık bir kâr kaybına

sebeplendiriyorlar. Acaba bu hesabın karşı anlamı Merkez Bankası'nın kârı 4 milyar lira artar mı demek. İktisat bir "toplamı sıfır olan" oyun değildir. Yani birinin zararı, mutlaka karşı tarafın kârı değildir. Ama bankacılarımız böyle konuşarak milletin aklına "demek ki bankalar, merkez bankası sayesinde kâr ediyormuş" düşüncesini getiriyorlar. Peki, finansal istikrar bankalarımızı hiç irgalamıyor mu?

Sui Generis

Tuğrul Belli

KÜRESEL LİKİDİTEYİ GERİ ÇEKMEK KOLAY DEĞİL!

Nisan ayındaki İMF – Dünya Bankası toplantıları sırasında açıklanan Dünya Ekonomik Görünümü raporunun tonu oldukça yumuşaktı. Raporla, her ne kadar Dünya ekonomisi ile ilgili gelişen bazı risklere dikkat çekilse de, ana fikir toparlanma sürecinin güçlendiği ve ikinci bir dip oluşma olasılığının ortadan kalktığı şeklindeydi. İMF Dünya ekonomisinin 2011 ve 2012 yıllarında %4.5 civarında büyüyeceğini ve bu büyümenin yaklaşık %2.5'inin gelişmiş ülkeler ve %6.5'inin ise gelişmekte olan ülkelere geleceğini öngörüyor.

Raporla yer verilen riskler ise her zaman olduğu gibi ülke ve coğrafi gruplara bölünerek sıralanmış. Ancak, bu yaklaşım her geçen gün daha çok entegre olan Dünya ekonomisinde olası riskleri algulamak için çok da doğru bir yaklaşım değil. Unutmayalım ki, küresel kriz ABD'de konut kredilerinin geri ödeme sorunlarıyla başladı, ama sonuçta Dünya'da neredeyse etkilemediği ekonomi kalmadı. Bu bağlamda, örneğin ABD'nin

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçe görüldüğünden daha zayıf!

◆ İlk 2 ayda tahminlerden daha iyi bir görüntü çizen Bütçe rakamları Mart ayı ile birlikte normalize olmaya başladı. 2 ayda kümülatif olarak 2 milyar TL fazla veren bütçe dengesi, Mart

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2010 Mart	2011 Mart	Artış	2010 Oca-Mart	2011 Oca-Mart	Artış
Harcamalar	23,436,480	26,791,508	14.3%	68,372,793	72,853,240	6.6%
1-Faiz Hariç Harcama	19,103,788	22,797,207	19.3%	53,373,523	58,884,610	10.3%
Personel Giderleri	4,974,105	5,737,618	15.3%	16,224,015	18,773,596	15.7%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	860,603	986,782	14.7%	2,754,187	3,308,817	20.1%
Mal ve Hizmet Alımları	2,123,511	2,131,349	0.4%	4,202,296	4,774,227	13.6%
Cari Transferler	9,822,547	12,539,148	27.7%	27,719,235	29,554,312	6.6%
Sermaye Giderleri	782,592	1,060,722	35.5%	1,011,533	1,499,245	48.2%
Sermaye Transferleri	124,805	93,967	-24.7%	281,092	265,299	-5.6%
Borç Verme	415,625	247,621	-40.4%	1,181,165	709,114	-40.0%
2-Faiz Harcamaları	4,332,692	3,994,301	-7.8%	14,999,270	13,968,630	-6.9%
Gelirler	17,488,207	20,673,786	18.2%	57,032,180	68,728,817	20.5%
1-Genel Bütçe Gelirleri	16,570,234	19,804,348	19.5%	54,718,303	66,158,111	20.9%
Vergi Gelirleri	14,461,137	16,592,599	14.7%	47,901,768	57,450,307	19.9%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	398,941	1,517,771	280.4%	1,673,552	2,629,728	57.1%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Gel	172,267	153,969	-10.6%	461,766	450,717	-2.4%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,487,067	1,172,253	-21.2%	4,563,757	4,254,223	-6.8%
Sermaye Gelirleri	28,433	344,678	1112.2%	57,098	1,297,279	2172.0%
Alacaklardan Tahsilat	22,389	23,078	3.1%	60,362	75,857	25.7%
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	850,512	598,945	-29.6%	1,461,401	1,465,390	0.3%
3-Düzen. ve Denet. Kurumlarının Gelirleri	67,461	270,493	301.0%	852,476	1,105,316	29.7%
Bütçe Dengesi	-5,948,273	-6,117,722	2.8%	-11,340,613	-4,124,423	-63.6%
Faiz Dışı Denge	-1,615,581	-2,123,421	31.4%	3,658,657	9,844,207	169.1%

ayındaki 6.1 milyar TL'lik açığın neticesinde 4.1 milyar TL açık verir duruma geçti.

◆ Böylece ilk 2 ayda Hazine'nin hesapladığı nakit bazlı bütçe ile Maliye'nin hazırladığı bütçe arasında 7 milyar TL'ye kadar çıkmış fark da 3 milyar TL'nin altına geriledi.

◆ Bu ay bütçenin tüm önemli harcama kalemlerinde yüksek oranlı artışlar söz konusu. Özellikle geçen sene sonunda yapılan gizli transferler neticesinde bu senenin ilk 2 ayında öngörülenin altında bir kaynak ihtiyacı gösteren sosyal güvenlik kuruluşlarının açıkları bu ay tekrar ciddi şekilde artış göstermekte. %27.7 oranında artan bu açıkların sonucunda toplam faiz-dışı harcamalar da %19.3 artmış bulunuyor.

◆ Harcamalardaki artışa rağmen ilk 3 ayın sonucunda faiz-dışı denge 10 milyar TL'ye yakın fazla verdi. Bu durumda özellikle

petrol fiyatındaki artışa bağlı olarak ithalattan alınan vergilerin artmasının önemli payı var. Mart'ta bu kalemdaki artış %60.7 ile 4.3 milyar TL'ye tırmanmış durumda. Her ne kadar bu vergiler bütçe açığını kapatmaya yardımcı oluyorsa da, aynı zamanda dış ticaret açığının da tehlikeli boyutta artmakta olduğunu gösteriyor.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

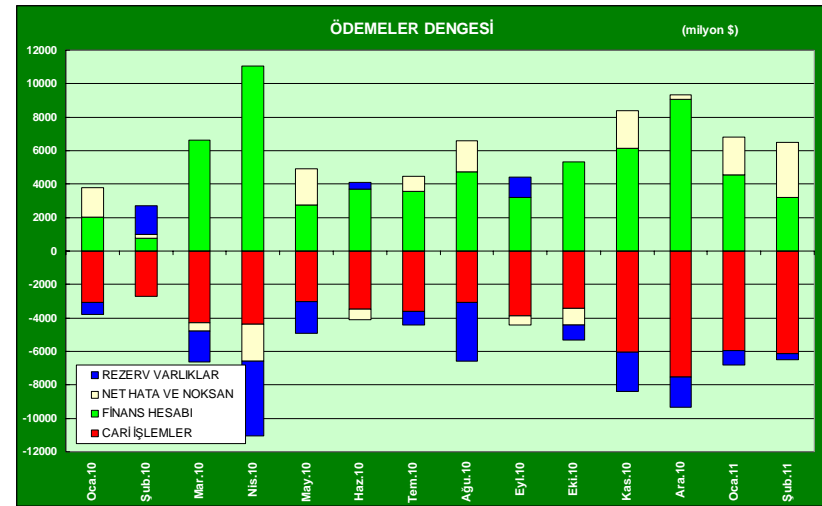
Cari açık alarm veriyor!

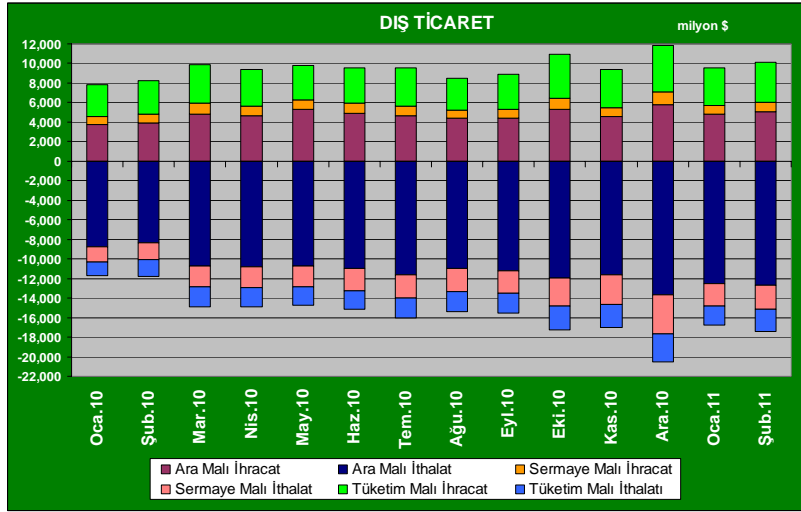
◆ Cari açık yüksek artışını sürdürmekte. Grafikten de görüldüğü gibi açık son 4 aydır 6 milyar doların üzerinde seyrediyor. Şimdiden son 12 aylık açık 55 milyar dolara ulaşmış durumda. Her ay geçen senenin aynı ayına göre 3 milyar dolar kadar daha fazla açık veriliyor. (Trendin böyle devam etmesi halinde açığın 90 milyar dolara çıkması söz konusu olur ki, tabii, böyle bir durumun gerçekleşme olasılığı yok.)

◆ MB'nin sıcak parayı azaltmaya yönelik olarak sene başında yaptığı faiz indirimlerinin ilk 2 ayda etki yaptığını söylemek zor. Net hata ve noksan kaleminden girişler sıcak para olarak değerlendirildiği takdirde, 12 milyar dolarlık açığın yaklaşık 10 milyarının kısa vadeli girişlerle finanse edildiğini söylemek mümkün.

◆ Şubat ayı ihracatı %22 artışla \$ 10.1 milyar, ithalatı ise %49 artışla \$ 17.5 milyar olarak gerçekleşti. Gümrük kayıtlarına göre de Mart'ta ihracat %24.4 artışla \$ 10.7 milyar oldu.

◆ Mart'ta artışta dikkat çeken sektörler %40 ile demir-çelik ve





%39 ile makina ve aksamları oldu.

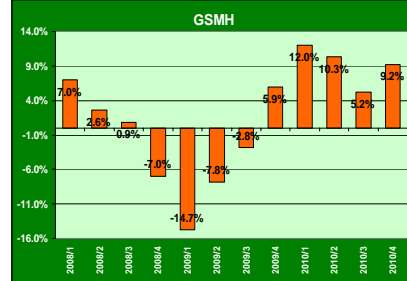
◆ Nisan ayının ilk 24 gününde ise ihracat %28 artarak 9.1 milyar dolara ulaştı.

◆ Salt senelik artış oranlarına bakarak ihracat performansımızın iyi olduğu iddia edilebilir. Ancak aylık bazda rakamların hala 2008 yılının gerisinde olduğunu hatırlamakta fayda var.

Üretim ve Büyüme

Büyüme 1.Ç'te de devam ediyor

◆ 2010 yılı 4. çeyrek milli hasıla artışı beklentilere paralel olarak %9.2 olarak açıklandı.



Böylece 2010 tüm yıl büyüme hızı da %8.9 oldu. 2009 yılındaki %4.8'lik küçülmeden sonra gelen bu yüksek büyüme oranı krizin etkisinden sıyrılınmış olduğunu göstermesi açısından önemli.

◆ Öte yandan, sanayileşme açısından bize yakın gelişmekte olan ülkelerle bir kıyaslama yapıl-

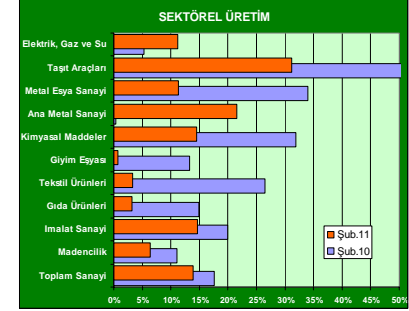
Büyüme Oranları			
	2009	2010	Toplam
Çin	9.2	10.3	19.5
Hindistan	6.8	10.4	17.1
Endonezya	4.6	6.1	10.7
Arjantin	0.8	9.2	10.0
Mısır	4.7	5.1	9.8
Brezilya	-0.6	7.5	6.8
Tayland	-2.3	7.8	5.5
Türkiye	-4.8	8.9	4.1
G. Afrika	-1.7	2.8	1.1
Meksika	-6.1	5.5	-0.6
Rusya	-7.8	4.0	-3.8

diğında krizin bizi o kadar da teğet geçmediği görülüyor.

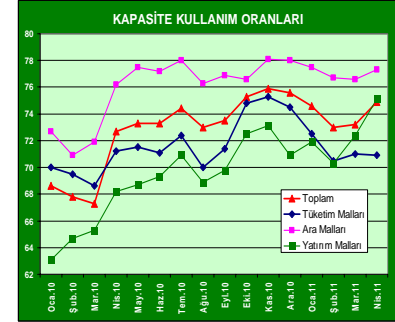
◆ Son çeyrekte mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH değerinin bir önceki çeyreğe göre %3.6 artmış olması da büyüme trendinin son çeyrekte devam ettiğini gösteriyor.

◆ İktisadi faaliyet kollarına baktığımızda 4. dönemde %9.2'lik büyümeye en çok katkıyı %2.7 ile imalat sanayiinin yaptığı görülüyor. Diğer önemli katkılar ise ulaştırma (%1.9), ticaret (%1.7) ve bankacılıktan (%1.4) gelmekte. Milli hasılaya harcamalar yönüyle bakıldığında ise 4. çeyrekteki bu yüksek oranlı büyümenin itici gücünün toplam harcamaların yaklaşık %70'ini oluşturan yerleşik hanehalklarının tüketim harcamalarındaki %9 oranındaki artış olduğu görülmekte. Aynı dönemde milli hasılanın %22'sini oluşturan özel sektör sermaye yatırımlarında ise %49.5 oranında çok yüksek bir artış oranı dikkat çekmekte. 2010'un

genelinde de özel sektör yatırımları %33.5'lik artışla rekor kırmış vaziyette.



◆ Bu seneye geldiğimizde ise, Ocak'taki %19'luk artıştan sonra üretim endeksi Şubat'ta da %13.9 gibi oldukça yüksek bir oranda artmış bulunuyor.



◆ Kapasite kullanımları da üretim artışının Mart ve Nisan aylarında artmakta olduğunu teyit eder nitelikte.

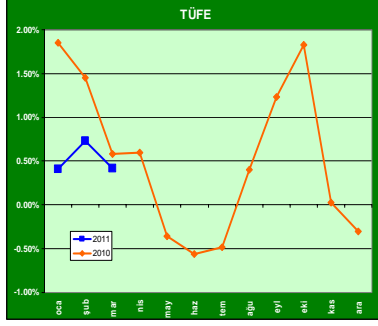
◆ Üretim artışı işsizlik oranlarına da olumlu yönde yansıyor. Ocak'ta işsizlik geçen yılın aynı ayına göre %2.6 gerilemiş durumda. (Geçen ayki gerileme %2.1 idi.)

	TÜRKİYE	
	2010	2011
İŐGÜCÜ DURUMU (Ocak)		
Kurumsal olmayan nüfus (000)	70 975	71 817
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus (000)	52 150	53 051
İŐgücü (000)	24 753	25 505
İstihdam (000)	21 162	22 461
İŐsiz (000)	3 591	3 044
İŐgücüne katılma oranı (%)	47,5	48,1
İstihdam oranı (%)	40,6	42,3
İŞsizlik oranı (%)	14,5	11,9
<i>Tarım dışı işsizlik oranı (%)</i>	17,6	14,7
<i>Genç nüfusta işsizlik oranı⁽¹⁾ (%)</i>	25,9	22,0
İŐgücüne dahil olmayanlar (000)	27 397	27 546

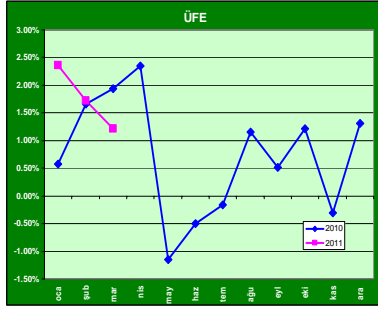
Enflasyon

◆ Mart'ta TÜFE %0.42, ÜFE ise %1.22 artış gösterdi. Böylece son 12 aylık enflasyon TÜFE'de

%3.99, ÜFE'de ise %10.28 oldu.



◆ TÜFE'ye en çok etki yapan %0.24 ile ulaştırma oldu. Gıda fiyatları ise %0.11 enflasyonu azaltıcı yönde etki yaptı.



◆ Petrol ve emtia fiyatlarında son dönemde görülen artışların TÜFE üzerinde henüz bir etki yaratmadığı görülüyor. Bu durumda kapasite kullanım oranlarının üretimdeki çıktı açığının kapandığını gösteren 80 seviyelerine hâlâ gelmemiş olmasının etkisi var.

SUI GENERIS—s1'den devam

miktarsal gevşeme (QE) olarak adlandırıldığı tahvil alım programının etkilerini Kuzey Afrika'da halk ayaklanmalarına sebep olan küresel gıda fiyatlarındaki artıştan soyutlamak mümkün mü? Bence pek değil doğrusu.

İMF ABD ekonomisi ile ilgili önerilerinde maliye politikasının orta vadede "sürdürülebilir" bir patikaya çekilmesine özellikle vurgu yapmış. Bu nedenle, kredi derecelendirme kuruluşu S&P'nin ABD'nin maliye politikasındaki belirsizliklerden dolayı ülke tahvillerinin kredi notunu "negatif" olarak izlemeye almış olması çok şaşırtıcı olmadı. S&P raporuyla birlikte ABD Hükü-

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 08.04.2011	2 11.03.2011	3 31.12.2010	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	47,453	46,543	44,595	2.0%	6.4%
Vadesiz Mevduatlar	47,229	46,872	48,963	0.8%	-3.5%
M1	94,681	93,415	93,559	1.4%	1.2%
Vadeli Mevduatlar	317,622	314,430	305,696	1.0%	3.9%
M2	412,303	407,845	399,255	1.1%	3.3%
DTH	153,234	151,432	144,790	1.2%	5.8%
DTH (milyar\$)	101.6	96.1	93.7	5.7%	8.5%
M2Y	565,538	559,277	544,045	1.1%	4.0%
Mevduat Bankaları Kredileri	454,386	444,060	420,643	2.3%	8.0%
Açık Piyasa İşlemleri	-34,211	-32,024	-10,913	6.8%	213.5%
Kamu Menkul Kıymetleri	237,548	241,738	249,473	-1.7%	-4.8%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	27.1%	27.1%	26.6%	0.1%	1.8%

Faizler

◆ MB 21 Nisan'daki toplantısında gene faizleri sabit tutarken banka zorunlu TL ve dolar karşılıklarında %1 artışa gitti.

◆ Bu son karşılık artışıyla birlikte bu sene MB'nin piyasadaki likidite miktarı da 40 milyar TL'yi geçmiş oldu. Ancak MB piyasa faizlerini yükseltmek için 1 haftalık repo yoluyla piyasayı gittikçe daha fazla miktarda fonlamak durumunda kalıyor. Diğer bir ifadeyle bir elle çektiği likiditeyi diğer elle geri koymak zorunda kalıyor. MB'nin bu yolla piyasaya verdiği likidite sene başındaki 10 milyar TL seviyesinden Nisan sonunda 45 milyar TL seviyesine yükselmiş durumda.

metinin maliye politikasının ciddi oranda sıkılaştırılmasını isteyen Cumhuriyetçilerle mecburi bir uzlaşmaya gitmesi yönünde baskılar iyice artacak. Ancak, bu şartlar altında, FED'in ekonomik aktiviteyi canlı tutabilmek adına, beklenenden daha uzun bir süre gevşek para politikasına devam etmek zorunda. Bu da, doların değerlendirilmesi değil, değer kaybetmesi anlamına geliyor. Nitekim, S&P açıklamasından sonra birkaç gün bocalayan piyasalarda doların değer kaybetmeye başladığı, güvenli liman alternatifleri olarak görülen altının ise değer kazandığı görülmekte.

Sonuçta, FED'in orta vadede bile

Parasal Göstergeler

Krediler dur durak bilmiyor

◆ Alınılan önlemlere ve bankalara yapılan telkinlere rağmen krediler yüksek artış seyrini koruyor. 4 haftalık hareketli ortalamalara göre mevduat bankaları kredi artışı 2011'in ilk 14 haftasında %10.4 oldu. Senelik artış hızı ise %43.7.

◆ Yukarıdaki tablodaki en olumlu gelişme ise TL kamu menkul kıymetlerinin azalma trendini devam ettirmesi. Sene başından beri tedavüldeki tahvil ve bonolar 12 milyar TL'ye yakın bir azalış göstermiş.

sıkılaştırmaya gidemeyeceği ortada. Diğer 2 gelişmiş ülke bloğuna bakarsak, oralarda da durum pek iç açıcı değil. Şahin görünümüne serçe Avrupa Merkez Bankası'nın Güney Avrupa ülkelerindeki vahim durum dikkate alındığında fazlasıyla erken başladığı görülen faiz artırımına aynı hızda devam etmesi imkansız. Japonya ise meydana gelen felaketin yaralarını sararken piyasalarını likit tutmaya mecbur. Tüm gelişmiş ülke piyasalarının likit kalma ihtiyacının devam ediyor olması ise küresel stabiliteyi tehdit eden bir unsur.